

# 超高清产业东风袭来, 影视版权龙头拐头向上

## 投资要点

- **片库运营效率提升, 业绩拐点有望来临。**公司是长尾影视版权内容分发龙头, 拥有电影版权 7415 部、电视剧 1569 部 52051 集、动画片 1009 部约 50 万分钟, 存量版权优势显著。  
**腰部视频平台发力, 长尾内容价值重估。**华为视频、咪咕视频及短视频平台加大内容采购力度, 视频平台竞争渐趋激烈。公司作为国内最大的影视版权平台将充分享受下游竞争加剧红利。  
**“新客户”+“新模式”, 片库运营效率提升。**公司加大与华为视频、运营商侧视频平台、短视频平台的合作力度, 增加存量内容版权的复用; 并积极探索“联合运营模式”, 深度参与视频平台的内容运营、会员经营和广告运营, 充分享有视频平台快速发展的红利, 贡献业绩弹性。  
我们认为, “新客户”、“新模式”将带来片库运营效率的显著提升, 且公司摊销成本逐步企稳, 有望带动公司盈利能力持续改善。
- **超高清是 5G 确定性机会, 公司受益超高清设备替换周期。**我们认为, 视频用户消费习惯将随 5G 商用进程深入逐步向超高清视频迁移, 棘轮效应下“超高清视频”将最终成为未来主流视频娱乐方式。目前, 制播端的发展滞后是超高清产业核心痛点, 未来 3-5 年将数百亿超高清设备替换空间。公司作为国内领先的音视频解决方案提供商, 在超高清领域积淀颇深, 曾深度参与央视 2019 年春晚、元宵晚会、建国 70 周年系列庆典活动的 4K 超高清节目的制播工作。我们认为, 公司将是超高清设备替换周期的主要受益方。
- **三维声申报国家标准, 开启国产替代进程。**公司参股企业 Auro Technologies 牵头的三维声国家标准正处于审批环节, 有望于年内落地。公司三维声技术如顺利成为国家标准, 有望迅速开启对 Dolby 垄断的国内市场的国产替代进程。Dolby 公司 2019 年共向全球收取 78.3 亿元专利授权费, 2015-2019 年复合增幅为 9%。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 -23.6 亿元、6.9 亿元和 8.2 亿元, 对应 EPS 分别为 -0.92 元、0.27 元和 0.32 元, 给予公司 2020 年 27 倍估值, 对应股价为 7.29 元/股。首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**市场竞争加剧的风险, 超高清产业政策不及预期的风险, 三维声标准落地不及预期的风险, 下游需求大幅变化的风险, 资产减值风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5028.23	3753.91	4417.74	5105.94
增长率	15.17%	-25.34%	17.68%	15.58%
归属母公司净利润(百万元)	93.64	-2361.92	686.18	824.50
增长率	-91.28%	-2622.21%	129.05%	20.16%
每股收益 EPS(元)	0.04	-0.92	0.27	0.32
净资产收益率 ROE	0.93%	-31.84%	8.18%	9.30%
PE	135	-5	18	15
PB	1.29	1.71	1.48	1.37

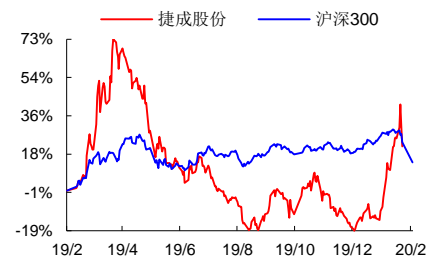
数据来源: Wind, 西南证券

## 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言  
执业证号: S1250515070002  
电话: 023-67791663  
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

分析师: 杭爱  
执业证号: S1250519080006  
电话: 010-58251921  
邮箱: ha@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

## 基础数据

总股本(亿股)	25.75
流通 A 股(亿股)	17.91
52 周内股价区间(元)	3.28-7.01
总市值(亿元)	126.69
总资产(亿元)	162.90
每股净资产(元)	3.95

## 相关研究

## 目 录

<b>1 公司概况：长尾内容分发龙头</b> .....	<b>1</b>
<b>2 视频平台竞争加剧，长尾内容版权增值</b> .....	<b>2</b>
2.1 腰部视频平台发力，行业竞争愈发激烈 .....	2
2.2 盈利模式迁移，内容权重提升 .....	4
2.3 经典剧集历久弥新，长尾内容版权价值重估 .....	5
2.4 公司是长尾影视内容绝对龙头 .....	6
<b>3 超高清是 5G 确定性机会，设备替换周期来临</b> .....	<b>8</b>
3.1 5G 推动超高清产业发展，设备替换周期来临 .....	8
3.2 音视频技术领先，充分享受行业机遇 .....	11
<b>4 三维声申报国家标准，吹响“国产替代”号角</b> .....	<b>12</b>
<b>5 盈利预测与估值</b> .....	<b>14</b>
<b>6 风险提示</b> .....	<b>15</b>

## 图 目 录

图 1: 公司股权结构和业务构成 .....	1
图 2: 2010-2019Q3 公司营业收入和增速 .....	2
图 3: 2010-2019Q3 公司归母净利润和增速 .....	2
图 4: 2018 年公司营收占比 .....	2
图 5: 2018 年公司毛利占比 .....	2
图 6: 华为视频联合“芒优腾”构建强势内容矩阵 .....	3
图 7: 多平台付费习惯逐步成为主流 .....	4
图 8: 2012-2020 年中国版权网络视频行业收入结构 .....	4
图 9: 《延禧攻略》为爱奇艺平台带来 1200 万新增用户 .....	5
图 10: 电影《牧马人》爱奇艺热度和播放指数一览 .....	6
图 11: 华视网聚发展历程 .....	7
图 12: 华视网聚业务模式 .....	7
图 13: 超高清产业链 .....	9
图 14: 各地陆续出台超高清发展计划 .....	9
图 15: 捷成股份参与 2019 年央视春晚超高清节目制播 .....	11
图 16: Auro-3D 扬声器已于安装, 且向下兼容 5.1 环绕声 .....	12
图 17: Auro-3D 技术可塑造更强的沉浸感 .....	13
图 18: Auro-3D 广泛用于电影院场景 .....	13
图 19: 2015-2019 年 Dolby 公司全球专利费收入一览 .....	14

## 表 目 录

表 1: 经典老剧在各平台播放情况 .....	5
表 2: 华视网聚摊销成本逐步企稳 .....	8
表 3: 中央及地区超高清发展战略一览 .....	10
表 4: 分业务收入及毛利率 .....	14
表 5: 可比公司相对估值 .....	15
附表: 财务预测与估值 .....	16

## 1 公司概况：长尾内容分发龙头

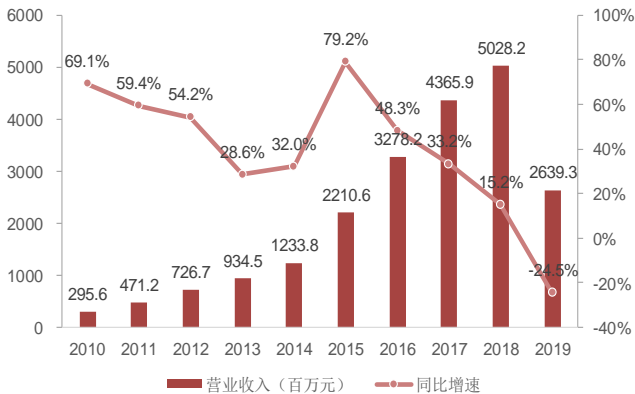
北京捷成世纪科技股份有限公司成立于 2006 年 8 月 23 日，于 2011 年 2 月 22 日在创业板挂牌上市。公司主要从事音视频技术业务、影视内容版权运营业务，是目前国内领先的影视版权运营商和音视频整体解决方案产品提供商。公司在超高清视频领域具备深厚技术储备和市场影响力，有望借助产业发展东风实现快速增长；中国三维声标准正处于最终审批环节，作为专利持有方之一的公司有望引领三维声技术国产替代进程。现阶段，公司利空因素出尽，运营改善显著，业绩有望实现反转。

图 1：公司股权结构和业务构成

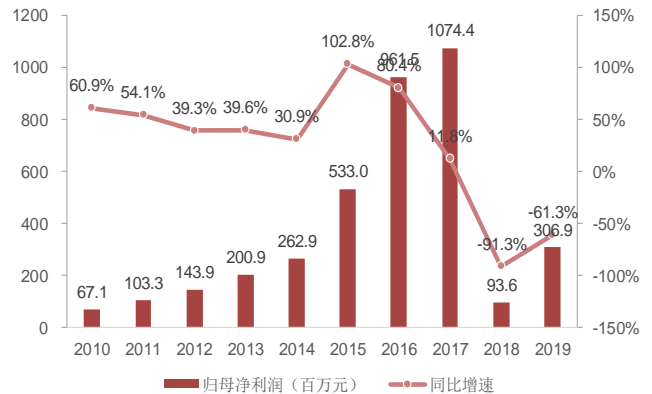


数据来源：Wind, 西南证券整理

**公司业绩状况：**近年，公司营业收入和净利润保持平稳增长，2018 年归母净利润出现异动的原因在于公司主观战略调整&行业客观因素下，子公司中视精彩和瑞吉祥经营情况不佳，计提商誉减值 9 亿元所致。2020 年 1 月，公司发布 2019 年度业绩预告，宣布计提 27.6 亿元资产减值，对旗下瑞吉祥、星纪元等影视公司商誉进行充分计提，未来业务不确定性逐步缓解，有望迎来业绩拐点。

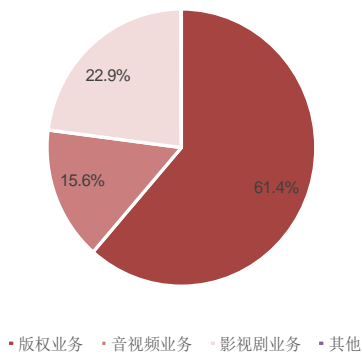
**图 2: 2010-2019Q3 公司营业收入和增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

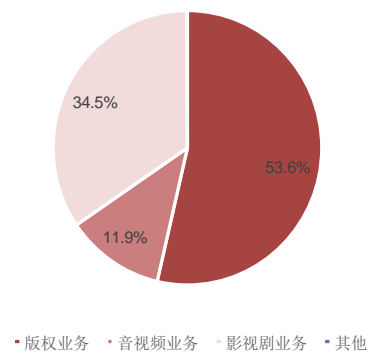
**图 3: 2010-2019Q3 公司归母净利润和增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**公司主营业务结构:** 公司业务可划分为版权业务、音视频业务和影视剧业务, 收入占比分别为 61.4%、15.6%和 22.9%, 版权业务是公司业绩主力; 毛利占比来看, 三项业务分别为 53.6%、11.9%和 34.5%。

**图 4: 2018 年公司营收占比**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 5: 2018 年公司毛利占比**


数据来源: Wind, 西南证券整理

## 2 视频平台竞争加剧, 长尾内容版权增值

### 2.1 腰部视频平台发力, 行业竞争愈发激烈

“狼来了”, 华为、运营商发力视频平台。互联网技术带动下, 视频已经成为用户获取互联网信息的主流形式, 未来超过 80%的用户网络流量以及超过 70%的行业应用流量将采用视频数据。在很长一段时间内, 优酷、爱奇艺、腾讯三大平台占据视频行业大部分市场, 腰部、尾部平台发展相对受限。5G 时代的到来, 给予了非头部平台新的发展机遇。

华为视频加大内容端布局, 先后推出芒果 TV 专区、腾讯视频专区和优酷视频专区, 引入各大视频平台优质内容, 实现在分发、运营和技术等不同维度的深度合作, 华为视频已成为视频行业非常重要的参与者。截至 2019 年 4 月中旬, 华为视频的月活数已突破 1 亿。华



为视频与视频平台是合作大于竞争的关系，但华为大举进入内容产业势必会对行业产生重大影响。

图 6：华为视频联合“芒优腾”构建强势内容矩阵

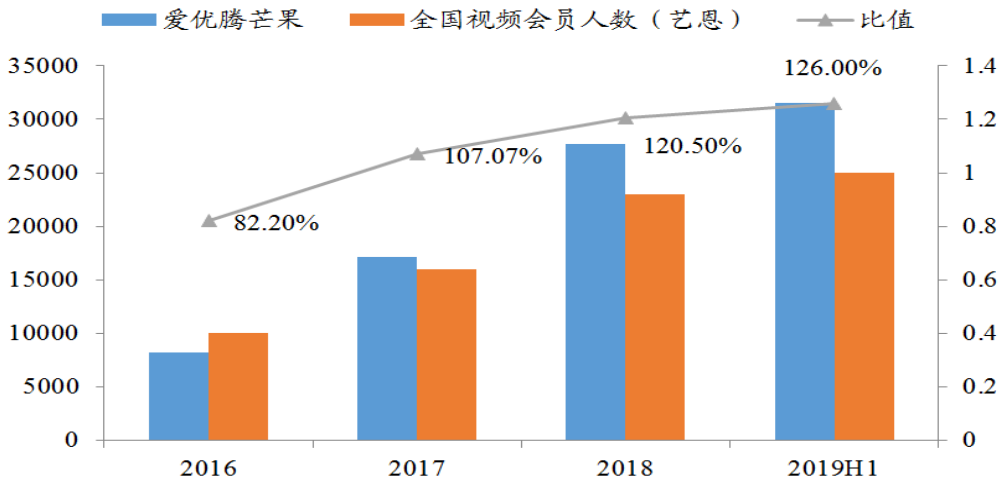


数据来源：官方 APP，西南证券整理

运营商期望借助 5G 东风完成内容战略布局，以改变“管道化”的尴尬地位。我们认为，在 5G 商用初期，运营商侧视频平台在流量优势加持下或将对行业既有格局进行挑战。咪咕视频目前构建了以体育、影视、综艺为核心的内容矩阵，不仅拿下 2018 年央视世界杯新媒体直播版权（赛事期间超过 43 亿人次通过咪咕视频观看世界杯），也联合苏宁实现对五大联赛、欧冠等顶级足球赛事的覆盖，目前咪咕视频月活已突破 1.9 亿。此外，2020 春节档《囧妈》事件在震动行业的同时，也昭示着以头条系为首的短视频平台“长视频化”，逐步加大内容采购力度这一事实。

**多平台付费文化兴起，腰部平台最受益。**我们认为，多平台付费文化的兴起是现阶段视频行业呈现的最重要特征，我国互联网用户呈现“不付费→单一平台付费→多平台付费”的付费习惯变迁。整理数据发现，优爱腾芒四大视频平台付费会员总数已远超全国订阅视频平台的人数总和，粗略估算下二者比值已达到 1.26。满足用户特色内容体验需求的腰部平台是多平台付费文化兴起的最大受益者，将充分享受用户快速增长的红利，成为打破行业既有格局的挑战力量。

图 7：多平台付费习惯逐步成为主流

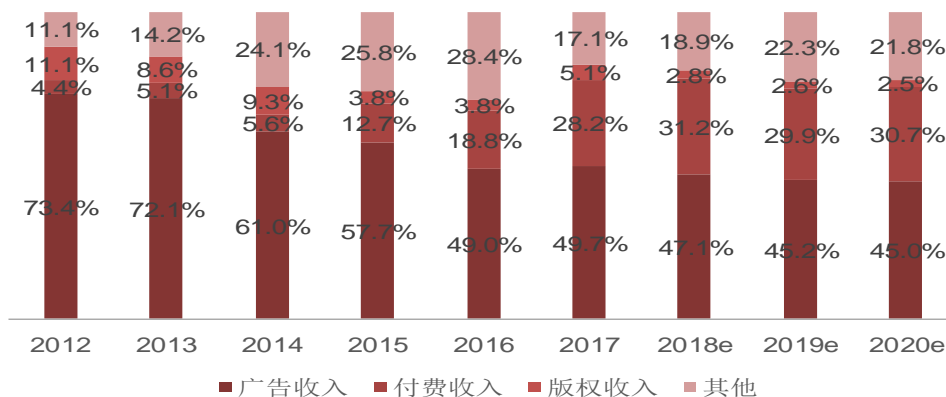


数据来源：公司公告，艺恩，西南证券整理

## 2.2 盈利模式迁移，内容权重提升

**内容付费崛起，付费、广告并驾齐驱。**经过多年培养，我国互联网用户内容付费意愿和习惯逐步形成，付费收入已逐步成长为视频平台仅次于广告业务的重要盈利来源。根据《2019 年中国网络视频版权保护研究报告》，预计 2020 年付费收入占视频行业总营收占比将增至 30.7%，同期广告收入、其他收入（包括硬件销售、电商业务收入）占比降至 45%和 21.8%。

图 8：2012-2020 年中国版权网络视频行业收入结构



数据来源：《2019 年中国网络视频版权保护研究报告》，西南证券整理

内容权重上升，成为吸引流量的重要因素。随着付费收入成为重要盈利来源，如何吸引客户、留存客户成为视频平台的核心关注，而内容毫无疑问是最重要的因素之一。“好的内容”会成为拉动用户付费的爆点，《延禧攻略》上线一周时间收获 2 亿次播放量、182 亿次累计播放量，为爱奇艺带来了 1200 万会员拉新；咪咕视频在 2018 世界杯期间日新增用户突破千万级，日活用户数突破 1300 万人。

图 9: 《延禧攻略》为爱奇艺平台带来 1200 万新增用户



数据来源：百度，西南证券整理

## 2.3 经典剧集历久弥新，长尾内容版权价值重估

“老剧焕新”，视频平台纷纷布局。与新剧受政策、行业影响较大相比，经典老剧拥有广泛的影响力和口碑效应，内容优势显著，其生命力虽历经久远却丝毫不见消退。《西游记》、《三国演义》、《西游记》等脍炙人口的经典剧集在各平台均有不俗的播放量，在腾讯视频的播放量分别达到了 8.8 亿、6.8 亿和 2.4 亿，在爱奇艺的播放指数高达 12.9 万和 25.3 万。

表 1: 经典老剧在各平台播放情况

影视剧名	年份	制片国家/地区	类型	豆瓣评分	播放量(万次)		热度
					腾讯	爱奇艺	优酷
射雕英雄传	1983	中国香港	剧情/动作/武侠/古装	9.1	-	-	3452
西游记	1986	中国大陆	剧情/动作/奇幻/冒险/古装	9.6	88000	128840	4017
红楼梦	1987	中国大陆	剧情/爱情/古装	9.6	24000	85561	2561
我爱我家	1993	中国大陆	喜剧/家庭	9.3	16000	-	-
三国演义	1994	中国大陆	剧情/历史/战争	9.4	68000	253166	3654
大明宫词	2000	中国大陆	剧情 / 爱情 / 古装	9	4820.1	-	1556
大宅门	2001	中国大陆	剧情/爱情/家庭/传记/历史	9.3	-	-	2990
走向共和	2003	中国大陆	剧情/历史	9.7	-	-	2267



影视剧名	年份	制片国家/地区	类型	豆瓣评分	播放量(万次)		热度
					腾讯	爱奇艺	优酷
武林外传	2006	中国大陆	喜剧/武侠/古装	9.5	-	1603273	-
士兵突击	2006	中国大陆	王宝强/陈思诚/段奕宏	9.3	53000	-	3274
潜伏	2009	中国大陆	剧情/爱情	9.3	-	-	4393
外乡人	2009	中国大陆	剧情/家庭	9.3	-	28955	-

数据来源：官方网站，西南证券整理

拍摄于 1982 年的电影《牧马人》突然在社交平台爆火，男女主人公质朴的爱情和价值观念深深打动了年轻观众，使人们在芜杂社会中得以重拾本心。在爱奇艺热度榜中，该片一度上升至 3945，播放指数也一路飙升至 11002。这充分说明，经典内容的价值并不会随时代变化而褪色，其蕴含的真善美会长久触动人心。

图 10：电影《牧马人》爱奇艺热度和播放指数一览

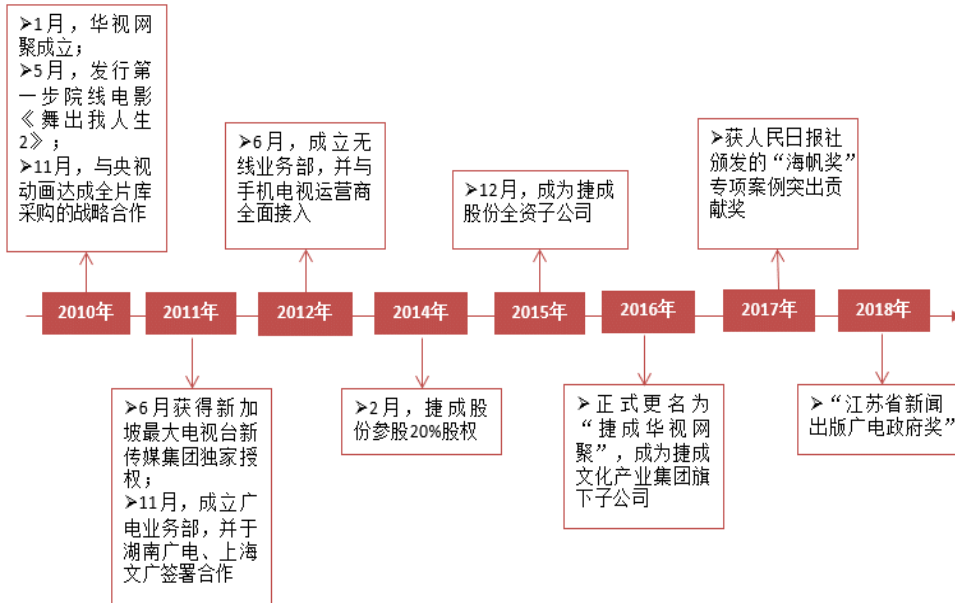


数据来源：爱奇艺，西南证券整理

## 2.4 公司是长尾影视内容绝对龙头

公司旗下华视网聚主营影视版权运营，存量版权数量处于市场领先水平，是国内最大的影视新媒体内容服务集成商。截至 2019 年 9 月底，公司拥有电影版权 7415 部、电视剧 1569 部 52051 集、动画片 1009 部约 50 万分钟，且每年采购影视版权覆盖了超过 50% 国内院线电影、40% 卫视黄金档电视剧、40% 卫视同步动漫市场，公司版权储备领跑市场。

图 11: 华视网聚发展历程

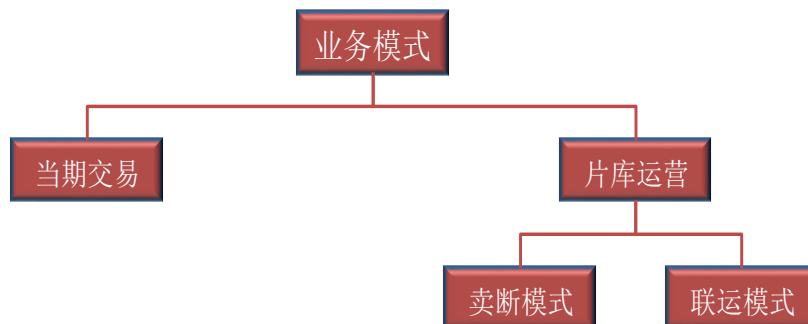


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

除丰富版权储备之外, 华视网聚覆盖了全部主流影视内容播放渠道, 主要包括优酷、爱奇艺、腾讯视频、华为视频、咪咕视频等在内的互联网视频渠道, 包括数字电视、IPTV、OTT等在内的TV渠道, 以及快手、头条系的新型短视频平台。丰富的下游渠道为公司未来发展奠定了坚实基础。

**“新客户” + “新模式”, 片库运营再深化。**公司业务模式大体上可分为“当期交易”、“片库运营”两大类。“当期交易”主要是当期采购, 当期消化, 创造收入; “片库运营”是超过1年的版权内容进行深度运营。“片库运营”过去以“卖断模式”为主, 主要与优酷、爱奇艺、腾讯等平台以打包形式进行交易, 增长较为稳定。

图 12: 华视网聚业务模式



数据来源: 西南证券

从2019年起, 公司加大挖掘片库运营能力, 除优爱腾之外的客户开始放量增长, 联合运营模式也逐步贡献业绩。

- **“新客户”**：公司于 2018 年底与华为签订战略合作协议，成为后者电影、电视剧和动画内容的联合运营合作伙伴，协助引入第三方内容。此外，公司与咪咕视频等运营商侧视频平台、头条系短视频平台加大合作关系。
- **新模式**：公司探索“联合运营模式”，与合作方采用分账模式。与“卖断模式”相比，公司深度参与视频平台的内容运营、会员经营和广告运营，充分享有视频平台快速发展的红利，业绩弹性更大。

**新客户、新模式的核心带来的是片库运营效率的提升。而片库运营效率提升又将间接带动公司盈利能力的改善。**

**摊销成本逐步企稳，毛利率有望回升。**近年，公司毛利率呈现逐步下滑趋势，主要原因是公司采用“52111”的摊销政策，即当年摊销 50% 采购成本基础上仍要加上上一年度 20% 的采购成本摊销，在采购规模不发生较大变化的前提下，公司摊销成本将在第 5 年达到相对稳态。根据上文，公司加大片库运营效率，“新客户”、“新模式”业绩增量进入放量期，最终带动毛利率回升。

**表 2：华视网聚摊销成本逐步企稳**

	摊销比例	摊销比例	摊销比例	摊销比例	摊销比例	摊销比例	摊销比例	摊销比例
第一年	50%	20%	10%	10%	10%			
第二年		50%	20%	10%	10%	10%		
第三年			50%	20%	10%	10%	10%	
第四年				50%	20%	10%	10%	.....
第五年					50%	20%	10%	.....
第六年						50%	20%	.....
第七年							50%	.....
.....							.....	.....
摊销比例（合计）	50%	70%	80%	90%	100%	100%	100%	.....

数据来源：西南证券（假设采购规模不发生变化）

## 3 超高清是 5G 确定性机会，设备替换周期来临

### 3.1 5G 推动超高清产业发展，设备替换周期来临

**超高清视频是 5G 最确定的产业投资机会。**超高清视频是指比普通高清视频有着更高的分辨率，更清晰度的视频格式，在分辨率（4K、8K）、亮度、帧率（50 帧以上）、色深、色域、声道、采样率等方面提出了更高要求，是视频数字化、高清化之后又一重大技术革新。此前，超高清视频受制于 4G 网络较低的上下行速率较难形成规模化发展，而 5G 的大带宽、低时延等特点较好地解决了产业痛点，将带动超高清视频行业快速发展。我们认为，随 5G 商用进程深入，视频用户消费习惯将逐步向超高清视频迁移，在“棘轮效应”影响下，视频行业现有生态将发生根本性变化，“超高清视频”将最终成为未来主流视频娱乐方式。

图 13: 超高清产业链



数据来源: Wind, 西南证券整理

**政策鼓励&市场推动, 超高清渗透率有望快速增长。**2019年2月28日, 工业和信息化部、国家广电总局和中央广播电视总台等三部门联合推出《超高清视频产业发展行动计划(2019-2022年)》提出了两阶段目标, 2020年4K电视终端销量占比超40%, 4K超高清视频用户数达1亿; 2022年4K电视终端全面普及, 8K电视电视终端销量占比超5%, 超高清视频用户数达2亿, 产业整体规模超过4万亿元。北京市、上海市、广东省、重庆市等地区迅速响应《行动计划》, 制定了各具特色的地方行动计划, 形成了多点开花的局面。

图 14: 各地陆续出台超高清发展计划

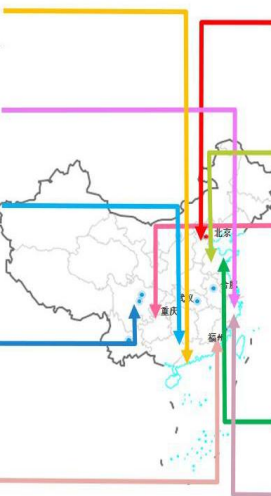
**广东省:**以“国家超高清视频产业发展试验区”建设为目标, 到2022年总体规模8000亿元, 布局建设4K超高清视频产业示范区和4K电视全国广播影视产业示范区, 加快超高清视频产业创新中心、演示展示中心平台建设, 构筑3个具有国际竞争优势的超高清视频产业集群。**重点企业:**TCL、创维、康佳、华为、扳手科技、视源电子、南方新媒体、4K花园、海思、腾讯等。

**上海市:**以建设“五个中心”和“四大品牌”为目标, 到2022年总体规模4000亿元, 着力建设超高清视频内容融合平台, 实施“5G+4K/8K+AI”应用示范工程, 构筑具有核心竞争力、资源要素集聚的超高清视频产业生态圈。**重点企业:**晶晨、咪咕视讯、上海电信研究院、上海高清、小派科技、百视通、网宿科技等。

**湖南省:**以“112”工程为目标, 继续打造湖南卫视和芒果TV超高清视频内容生态平台, 突出提升超高清视频制造水平, 到2022年总体规模2000亿元, 积极构建“制造+内容+传输+应用”全产业链体系, 形成具有全球影响力的超高清视频内容生产基地和应用示范区。**重点企业:**芒果TV、国科微、华创创意、信源光电、全度影像等。

**四川省:**以超高清视频前端技术为支撑, 成立超高清视听制作研发(四川)基地, 建设国家广播电视网工程技术(四川)研究中心、超高清视听制作研发(四川)基地、未来影像实验室等10个校企基地和联合实验室, 探索构建超高清视频产业生态体系, 实现“内容、应用、产业”三位一体协同发展, 到2022年总体规模3500亿元。**重点企业:**长虹、索贝、华栖云、四川传媒学院、鸿富锦等。

**福建省:**以光电显示及集成电路、计算机和网络通信、超高清视频内容生产产业集群为基础, 到2022年, 超高清视频产业总体规模将超3000亿元。积极打造超高清视频内容制作生产基地, 开展“双G双提, 同网同速”行动。**重点企业:**瑞芯微、中科光电、



**北京市:**面向国内系列重大活动和体育赛事, 以及经济建设领域的重大战略需求, 推动企业开展“5G+超高清”行业应用示范, 提升超高清视频技术、设备、产品供给保障能力, 打造国家级内容生产基地和协同创新平台, 推动4K及8K超高清技术在典型场景的示范应用。**重点企业:**京东方、捷成世纪、小米、爱奇艺、集创北方、新奥特、卓曜、中科大洋、数码视讯、华录传媒等。

**安徽省:**充分发挥“人工智能+文化创意+特色应用”比较优势, 以深化“屏(新型显示)-芯(集成电路)-端(智能终端)”协同联动为目标, 到2022年总体规模3000亿元, 持续打造国家级新型显示创新中心、“芯火”双创基地等平台, 助推五大发展美好安徽建设。**重点企业:**京东方、维信诺、龙讯半导体、广行通信、全显科技、宏磊等。

**重庆市:**大力推进超高清视频产业和相关领域的应用, 到2022年总体规模3000亿元, 成为全国重要的4K面板、4K终端产品、4K芯片生产基地, 将开播2到3个4K超高清电视频道, 提供5套以上4K超高清电视频道传输服务, 积极创建全国超高清视频产业示范基地, 打造超高清视频产业发展高地。**重点企业:**惠普、戴尔、惠科、富士康、中电科等。

**青岛市:**在终端设备生产、内容供给、网络承载以及应用示范等方面全面发力, 以成为国内重要的超高清视频终端及设备生产基地为目标, 到2022年总体规模1000亿元。着力推进超高清视频产业创新中心、内容制作基地、内容云平台、设备和终端产业制造基地建设, 打造“一带四核”产业集聚区, 创建超高清视频应用高地。**重点企业:**海信、海尔、歌尔等。

**江苏、浙江、山东省:**将发布省级超高清视频产业发展行动计划。**江苏**广播电视台将购买一台16讯道的4K新转播车。**浙江省**广播电视台积极布局超高清电视频域, 推动设备升级, 提高超高清节目制播能力, 目前已制播完成4K纪录片《杭州》。**山东省**积极推动济南市、青岛市、烟台市、海信、歌尔等协同

数据来源:《超高清视频产业白皮书》, 西南证券整理

**制播端发展滞后，替换周期来临。**我们大致可将超高清产业划分为摄录端、制播端和播放端，其中摄录端、播放端基本可满足超高清视频的技术要求，制约产业发展的核心痛点在于制播端发展滞后，无法达到超高清视频技术要求。

- **摄录端：**现阶段，有超过 20% 的影片是用 4K 格式发行的，加上经典老片的转制，从摄录端来看，达到 4K 摄录水平是没有问题的。
- **播放端：**目前，4K 电视的普及程度已颇高，根据中国电子视像行业协会数据，2019 年一季度我国 4K 电视的渗透率就已接近 70%，50 英寸以上电视产品的 4K 渗透率已达 100%。
- **制播端：**由于设备老旧问题，我国制播单位的编解码和传输能力均未能达到超高清视频的要求。目前，具备超高清制播能力的电视台较少，仅有寥寥几个 4K 超高清频道，内容供给也存在不足。制播端是我国超高清视频发展的痛点。

响应中央关于发展超高清产业的号召，以央视为代表的广电系统纷纷进行先行布局，对地区超高清产业发展进行预算规划，并逐步释放超高清相关订单，超高清设备替换周期已来临，对相关企业将是前所未有的发展机遇。

**表 3：中央及地区超高清发展战略一览**

发布时间	政策名称	发布单位	主要内容
2019.3.1	《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》	工信部、国家广播电视总局、中央广播电视总台	2022 年，我国超高清视频产业总体规模超过 4 万亿元；到 2020 年，4K 摄像机、监视器、切换台等采编播专用设备形成产业化能力；到 2022 年，CMOS 图像传感器、光学镜头、专业视频处理芯片、编解码芯片等核心元器件取得突破，8K 前端核心设备形成产业化能力
2019.4.19	《青岛市超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》	青岛市人民政府办公厅	超高清视频产业总规模超过 1000 亿元，建成 4k 产业生态体系，8k 关键技术产品研发和产业化取得突破。骨干企业 4k 电视机年产量达到 1500 万台、8k 电视机年产量达到 100 万台，成为国内重要的超高清视频终端及设备生产基地。
2019.4.26	《安徽省超高清视频产业发展行动方案（2019-2022 年）》	安徽省经济和信息化厅、安徽省广播电视局、安徽广播电视台	到 2022 年，全省超高清视频产业体系总体规模超过 3000 亿元，4k 产业生态基本完善，8k 显示器件、集成电路、应用终端等关键技术产品研发和产业化取得突破，在国内外市场占据重要市场份额。
2019.4.28	《湖南省超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》	湖南省工业和信息化厅、湖南省广播电视局、湖南省通信管理局、湖南广播电视台	实施“112”工程（建成一园、培育一链、实现产业规模两千亿），到 2022 年，将马栏山视频文创产业园打造成为具有国际竞争力的“中国 V 谷”，构建“制造+内容+传输+应用”的全产业链体系，推动湖南成为全国超高清产业集聚区和示范引领区。
2019.5.1	《广东省超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》	广东省人民政府办公厅	到 2022 年，广东超高清视频产业总体规模超过 8000 亿元，4K 电视销量占总销量超过 50%，5G 用户达 2000 万户，实现全省 80% 以上家庭可以收看 4K 电视节目。
2019.5.7	《上海市超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》	上海市经济和信息化委员会、上海市文化和旅游局、上海广播电视台	到 2022 年，通过创新应用引领，产业规模突破 4000 亿元，4K 超高清视频技术全面融合应用，8K 超高清视频关键技术取得突破，创建国家级企业技术中心，专利累计申请超过 3000 项，实施“5G+AI+4K/8K”应用示范工程
2019.5.7	《北京市超高清视频产业发展行动计划	北京市经济和信息化局、北京市广播电视局	推动超高清视频关键核心技术取得突破、产品创新自主可控、内容制作国际领先、示范应用国际同步、产业集聚规模效应，实现 2022 年北京冬奥会、冬残奥会 4k



发布时间	政策名称	发布单位	主要内容
	(2019-2022)》		超高清电视全程直播, 8k 超高清试验直播。
2019.5.7	《四川省超高清视频产业发展行动计划(2019-2022 年)》	四川省推进数字经济 发展领导小组办公室	产业总规模有望超过 3500 亿元; 建设国家超高清视听创新基地、超高清视听内容创新云平台, 扶持一批反映我省传统文化 4k 超高清视频创作生产
2019.5.6	《重庆市超高清视频产业发展行动计划(2019—2022 年)》	重庆市经信委、重庆 市委、市政府	到 2020 年, 超高清视频总体产业规模将达到 1000 亿元, 4k 用户数达 400 万户, 实现全市 40% 以上家庭可以收看 4k 电视节目。
2019.9.17	《深圳市 8k 超高清视频产业发展行动计划(2019-2022 年)》	深圳市发展和改革委员会	到 2022 年将深圳建设成为具有全球影响力的 8k 技术创新策源地、8k 产业发展高地、“AI+5G+8k” 应用先导区。

数据来源: 政府官网, 西南证券整理

### 3.2 音视频技术领先, 充分享受行业机遇

音视频业务是公司传统主业, 公司是广电音视频技术解决方案的领先企业, 基于在音视频领域的多年深耕, 目前已经打造了包括 4K/8K 超高清、融合媒体中心、云计算、5G 应用、AR/VR 虚拟与增强现实等多条成熟产品线, 大量服务于国内广电行业、新闻出版业、新媒体行业和部队客户。

**技术卓绝, 行业领先。**公司在 4K 超高清领域浸淫多年, 目前拥有包括 UHD 电视直播系统解决方案、UHD 开放制作平台、UHD 立体声/环绕声/沉浸式全景声音频制作系统等先进解决方案, 连续中标央视超高清制作岛、综艺超高清制作岛、4K 演播室、HDR 设备、4K 在线虚拟系统等多个项目, 公司打造的超高清系统承担了央视 2019 年春晚、元宵晚会、建国 70 周年系列庆典活动的 4K 超高清节目的制播任务。

图 15: 捷成股份参与 2019 年央视春晚超高清节目制播



数据来源: 百度, 西南证券整理

2019 年下半年，公司又相继中标了央视 4K 播出项目、央视 4K 超高清电视编码项目、央视 4K 混合现实制作项目等多个 4K 项目。凭借在超高清视频领域的技术优势，公司有望充分享受超高清产业发展带来的战略机遇。

## 4 三维声申报国家标准，吹响“国产替代”号角

中国工业和信息化部和国家广播电视总局要求加快 4KUHD 和 3D 音频相关标准的开发，并将最新技术集成到现有广电体系中。公司参股企业 AuroTechnologies（拥有 20% 股权）参与了 3D 音频标准化开发进程中，并选择 Auro-3D 格式和技术套件的关键要素作为中国 3D 音频标准（C3DA）的一部分。目前，三维声国家标准已有公司牵头编写完毕，正处于审批环节，预计将于年内发布。

Auro-3D 技术最早于 2005 年设计，并由 AuroTechnologies 于 2010 年发布，与其他技术标准相比具备独特优势：

- **Auro-3D 扬声器易于安装。**Auro 9.1 布局在 5.1 环绕声配置基础上仅需在每个角落扬声器的上方增加一只“高层”扬声器即可，不需要被挂在天花板上。

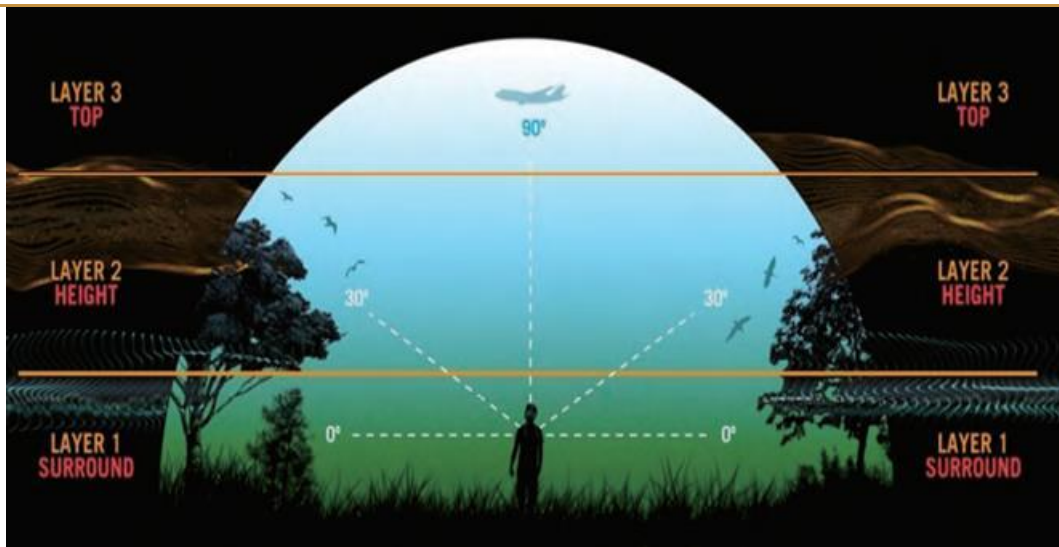
图 16: Auro-3D 扬声器已于安装，且向下兼容 5.1 环绕声



数据来源：《Advanced Television Engineering》，西南证券整理

- **Auro-3D 沉浸感更强、更自然。**Auro-3D 可以在三维空间为听众重放声源（对象）以及围绕在其周边的自然三维反射，使 Auro-3D 在无需对象技术的前提下重现三维空间，这是目前其他沉浸音格式所无法达到的。

图 17: Auro-3D 技术可塑造更强的沉浸感



数据来源:《Advanced Television Engineering》, 西南证券整理

- **Auro-3D 适用性更强。**Auro-3D 是目前唯一前方拥有“四声道垂直声场”的沉浸音格式,可以达到更好的深度、更高的透明度和更多的谐波,适用于房间中无法摆放后方扬声器的消费场景。
- **Auro-3D 应用面更广。**相比更专注于数字电影院和家庭影院的 Dolby Atmos, Auro-3D 还可用于电子游戏、移动手机和车载音响等领域。

**Auro-3D 已实现广泛应用。**Auro-3D 技术在发布伊始即被《星球大战》导演乔治·卢卡斯用于电影《红色机尾》中,其后所有好莱坞公司决定在混录棚中安装 Auro-3D 系统,目前全球有超过 600 个电影院安装或确认安装 Auro-3D 系统,全球已发行超过 200 部 Auro-3D 格式电影。

图 18: Auro-3D 广泛用于电影院场景



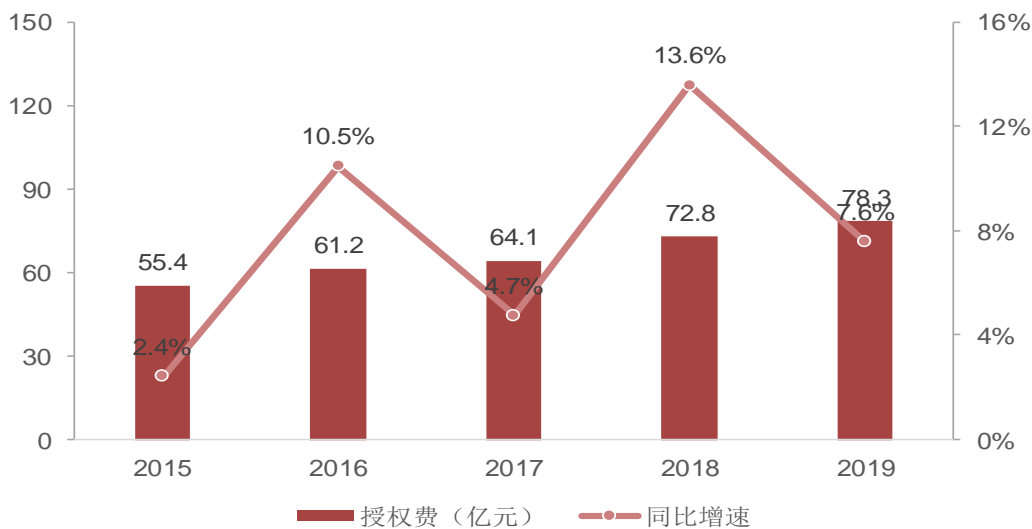
数据来源:《Advanced Television Engineering》, 西南证券整理



除此之外，Auro Technologies 与著名游戏音效开发商 Audio Kinetic 合作涉足电子游戏领域；推出 Auro-Beautifyer 音频增强 APP 应用程序，应用于苹果产品大幅提升声音解析能力；并于汽车厂商合作将 Auro-3D 技术应用在保时捷等豪华汽车之中。

**商业化进程看好，开启国产替代进程。**公司三维声技术如顺利成为国家标准，有望迅速开启对 Dolby 垄断的国内市场的国产替代进程。Dolby 公司 2019 年收取 78.3 亿元专利授权费，2015-2019 年复合增幅为 9%。上文已有论述，Auro-3D 技术拥有比 Dolby 更为广泛的应用场景，故我们看好三维声后期对公司业绩的增厚。

图 19：2015-2019 年 Dolby 公司全球专利费收入一览



数据来源：Wind，西南证券整理

## 5 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：联合运营模式放量，带动影视版权运营业务快速增长；摊销成本逐步趋稳，2019-2021 年毛利率分别为 25%、29.6%和 30.3%；

假设 2：音视频业务受超高清产业利好，订单规模较快增长；

假设 3：影视剧业务控制规模，毛利率回升至 48%。

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
影视版权运营	收入	3088.5	2934.1	3555.9	4136.5
	增速	57.1%	-5.0%	21.2%	16.3%
	毛利率	29.3%	25.0%	29.6%	30.3%
音视频整体解决方案	收入	784.7	588.5	676.8	812.2
	增速	-25.1%	-25.0%	15.0%	20.0%
	毛利率	25.6%	25.0%	26.0%	26.0%

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
影视剧内容制作	收入	1151.9	230.4	184.3	156.7
	增速	-14.5%	-80.0%	-20.0%	-15.0%
	毛利率	50.6%	45.0%	48.0%	48.0%
其他	收入	3.1	0.9	0.8	0.6
	增速	-30.8%	-70.0%	-20.0%	-20.0%
	毛利率	20.0%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	5028.2	3753.9	4417.7	5105.9
	增速	15.2%	-25.3%	17.7%	15.6%
	毛利率	33.6%	26.2%	29.8%	30.2%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为-23.6 亿元、6.9 亿元和 8.2 亿元，对应 EPS 分别为-0.92 元、0.27 元和 0.32 元，给予公司 2020 年 27 倍估值，对应股价为 7.29 元/股。首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：可比公司相对估值

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
002343.SZ	慈文传媒	10.25	-2.30	0.41	0.57	-3.91	24.84	18.03
300133.SZ	华策影视	7.25	0.12	0.02	0.28	75.22	349.80	25.55
300251.SZ	光线传媒	9.86	0.47	0.38	0.36	16.23	25.81	27.75
300413.SZ	芒果超媒	45.87	0.87	0.66	0.85	42.33	69.45	53.71
中值						29.28	47.63	26.65
均值						32.47	117.48	31.26

数据来源：Wind 一致性预测，西南证券（数据截至 2020.2.4）

## 6 风险提示

市场竞争加剧的风险，超高清产业政策不及预期的风险，三维声标准落地不及预期的风险，下游需求大幅变化的风险，资产减值风险。



**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5028.23	3753.91	4417.74	5105.94	净利润	91.04	-2364.92	703.68	868.00
营业成本	3337.98	2769.12	3100.38	3566.32	折旧与摊销	2362.13	517.19	517.19	517.19
营业税金及附加	20.03	26.28	30.92	35.74	财务费用	196.56	195.15	196.04	174.06
销售费用	143.14	105.11	114.86	132.75	资产减值损失	1059.08	2800.00	0.00	0.00
管理费用	122.85	206.47	234.14	270.61	经营营运资本变动	-1434.95	988.06	-481.92	-665.19
财务费用	196.56	195.15	196.04	174.06	其他	-251.23	-2869.95	-108.33	-37.85
资产减值损失	1059.08	2800.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	2022.64	-734.46	826.66	856.22
投资收益	55.30	50.00	50.00	50.00	资本支出	-1007.15	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	15.91	10.61	12.38	其他	-907.23	89.67	60.61	62.38
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-1914.38	89.67	60.61	62.38
<b>营业利润</b>	152.98	-2282.30	802.01	988.83	短期借款	511.12	972.84	-1097.23	-538.48
其他非经营损益	-1.84	-2.64	-2.38	-2.47	长期借款	62.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	151.14	-2284.95	799.64	986.37	股权融资	-26.92	0.00	0.00	0.00
所得税	60.10	79.97	95.96	118.36	支付股利	-108.15	-18.73	472.38	-137.24
净利润	91.04	-2364.92	703.68	868.00	其他	-1158.62	-476.27	-196.04	-174.06
少数股东损益	-2.60	-3.00	17.50	43.50	<b>筹资活动现金流净额</b>	-720.57	477.85	-820.88	-849.77
归属母公司股东净利润	93.64	-2361.92	686.18	824.50	<b>现金流量净额</b>	-611.23	-166.95	66.38	68.82
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	542.34	375.39	441.77	510.59	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	6614.18	4779.32	5548.73	6492.12	销售收入增长率	15.17%	-25.34%	17.68%	15.58%
存货	738.79	607.76	734.12	820.22	营业利润增长率	-86.29%	-1591.90%	135.14%	23.29%
其他流动资产	69.47	34.13	40.16	46.42	净利润增长率	-91.59%	-2697.60%	129.75%	23.35%
长期股权投资	1084.48	1084.48	1084.48	1084.48	EBITDA 增长率	-15.33%	-157.90%	196.51%	10.88%
投资性房地产	77.55	77.55	77.55	77.55	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	74.18	66.60	59.01	51.43	毛利率	33.62%	26.23%	29.82%	30.15%
无形资产和开发支出	6502.44	5993.06	5483.67	4974.29	三费率	9.20%	13.50%	12.34%	11.31%
其他非流动资产	273.21	272.99	272.78	272.56	净利率	1.81%	-63.00%	15.93%	17.00%
<b>资产总计</b>	15976.65	13291.27	13742.27	14329.65	ROE	0.93%	-31.84%	8.18%	9.30%
短期借款	1828.18	2801.02	1703.79	1165.31	ROA	0.57%	-17.79%	5.12%	6.06%
应付和预收款项	2729.70	1785.57	2129.02	2483.71	ROIC	1.95%	-20.82%	9.15%	10.51%
长期借款	451.00	451.00	451.00	451.00	EBITDA/销售收入	53.93%	-41.82%	34.30%	32.90%
其他负债	1156.21	825.77	854.50	894.90	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	6165.09	5863.37	5138.30	4994.91	总资产周转率	0.32	0.26	0.33	0.36
股本	2568.86	2568.86	2568.86	2568.86	固定资产周转率	46.58	57.96	77.26	102.95
资本公积	4456.02	4456.02	4456.02	4456.02	应收账款周转率	1.76	1.30	1.78	1.73
留存收益	2846.88	466.23	1624.80	2312.07	存货周转率	4.73	3.82	4.45	4.51
归属母公司股东权益	9806.22	7425.56	8584.13	9271.40	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	78.15%	—	—	—
少数股东权益	5.34	2.34	19.84	63.34	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	9811.56	7427.90	8603.97	9334.74	资产负债率	38.59%	44.11%	37.39%	34.86%
负债和股东权益合计	15976.65	13291.27	13742.27	14329.65	带息债务/总负债	42.10%	60.85%	48.09%	38.69%
					流动比率	1.55	1.20	1.65	1.99
					速动比率	1.41	1.08	1.47	1.78
					股利支付率	115.49%	-0.79%	-68.84%	16.64%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.04	-0.92	0.27	0.32
					每股净资产	3.81	2.88	3.33	3.60
					每股经营现金	0.79	-0.29	0.32	0.33
					每股股利	0.04	0.01	-0.18	0.05
业绩和估值指标									
EBITDA	2711.68	-1569.96	1515.24	1680.08					
PE	135.29	-5.36	18.46	15.37					
PB	1.29	1.71	1.48	1.37					
PS	2.52	3.37	2.87	2.48					
EV/EBITDA	5.34	-9.76	9.35	8.07					
股息率	0.85%	0.15%	—	1.08%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
广深	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn